

みずほマーケット・トピック(2022年6月17日)

内容 1. 為替相場の動向 2. 来週の注目材料
3. 本日のトピック: ECB 緊急政策理事会の読み方～落ち着かないラガルド流～

1. 為替相場の動向(関連レポート:「みずほ Customer Desk Report」、「今週の為替相場見通し」)

- 今週のドル/円相場は約24年ぶりの高値をつけた後、大きく下落した。週初13日、134.80円でオープンしたドル/円は先週末の米5月CPIの強い結果を受けFRBのタカ派傾斜観測が一段と強まり135円台を突破、1998年10月以来の高値圏まで上昇した。買い一巡後は黒田日銀総裁による円安けん制発言やポジション調整の動きから一時133円台半ばまで下落した。14日、ドル/円は米株安を受けたリスク回避の動きから円買いが強まり133円台後半を推移も、日銀による臨時国債買い入れオペの増額発表や米長期金利の急上昇に135円台半ばまで急伸。5日、ドル/円はシドニー時間に135.60円をつけ前日の高値を更新した。その後は、FOMCを控えたポジション調整の動きや日経平均株価の冴えない動きにじり安の展開。FOMCでは+75bpの利上げが発表され瞬間的にドル買いで反応したが、その後のパウエルFRB議長の会見でインフレ抑制に向けたタカ派スタンスの継続が示された一方で、今後の利上げ幅に対する慎重な発言を受けて133円台半ばまで急落した。16日、ドル/円は日経平均株価の上昇に連れて134円台半ばまで値を戻すも、米新規失業保険申請件数等、複数の米経済指標の冴えない結果が材料視され、一時週安値の131.49円まで大幅に値を下げた。本日のドル/円は132円台半ばでの取引となっている。
- 今週のユーロ/ドル相場は週後半に急上昇した。週初13日、1.04台半ばでオープンしたユーロ/ドルは米金利上昇や株式市場の軟調推移にドル買い優勢となり1.04ちょうどまで急落。4日、ユーロ/ドルはリスク回避の動きから1.04台を割り込むも、ポジション調整の動きから1.04台後半まで回復。その後は独6月ZEW景況感指数の不冴えな結果や米長期金利上昇に再び1.04台前半まで下落。15日、ユーロ/ドルはFOMCを控えたポジション調整に1.05台前半まで上昇も、臨時のECB政策理事会を受けたユーロ圏金利の低下に一時週安値の1.0359まで急落。FOMC通過後はパウエル議長の発言が材料視され1.04台半ばまで上昇。16日、ユーロ/ドルは米金利上昇を受け1.03台後半まで下落も、米経済指標の不冴えな結果にドル売りが加速し、一時週高値の1.0601まで急伸。本日のユーロ/ドルも1.05台半ばでの取引が継続している。

今週のおもな金融市場動向(出所:ブルームバーグ、みずほ銀行)

		前週末	今 週			
		6/10(Fri)	6/13(Mon)	6/14(Tue)	6/15(Wed)	6/16(Thu)
ドル/円	東京9:00	134.38	134.80	134.23	135.28	134.05
	High	134.48	135.22	135.48	135.60	134.68
	Low	133.37	133.60	133.88	133.51	131.49
	NY 17:00	134.40	134.44	135.48	133.81	132.15
ユーロ/ドル	東京9:00	1.0620	1.0490	1.0414	1.0439	1.0457
	High	1.0642	1.0520	1.0484	1.0508	1.0601
	Low	1.0506	1.0400	1.0397	1.0359	1.0381
	NY 17:00	1.0510	1.0409	1.0417	1.0446	1.0553
ユーロ/円	東京9:00	142.44	141.50	139.79	141.07	140.40
	High	142.75	141.77	141.08	141.50	140.60
	Low	140.82	139.42	139.50	139.56	137.88
	NY 17:00	141.33	139.97	141.08	139.77	139.40
日経平均株価	27,824.29	26,987.44	26,629.86	26,326.16	26,431.20	
TOPIX	1,943.09	1,901.06	1,878.45	1,855.93	1,867.81	
NYダウ工業株30種平均	31,392.79	30,516.74	30,364.83	30,668.53	29,927.07	
NASDAQ	11,340.02	10,809.23	10,828.35	11,099.16	10,646.10	
日本10年債	0.25%	0.25%	0.25%	0.25%	0.25%	
米国10年債	3.16%	3.36%	3.48%	3.29%	3.19%	
原油価格(WTI)	120.67	120.93	118.93	115.31	117.59	
金(NY)	1,875.50	1,831.80	1,813.50	1,819.60	1,849.90	

ドル/円相場の動向



ユーロ/ドル相場の動向



2. 来週の注目材料

- 米国では、21日(火)に5月中古住宅販売件数、24日(金)に5月新築住宅販売件数の発表を控える。4月中古住宅販売件数(季節調整値、年換算)は561万件で前月比▲2.4%と3か月連続で減少した。在庫月数(在庫件数÷販売件数)は2.2か月とタイトな状況が続くが1月時点で1.6か月であったことを踏まえれば、需要の過熱はやや落ち着きを見せつつある。金利上昇に伴う住宅ローンの負担の増加の他、住宅価格の中央値も前年同月比+14.8%と高止まりが続く状況も確認されている。また、住宅市況の先行指標である4月中古住宅販売成約指数は前月比▲3.9%と6か月連続でマイナスとなっており、これは18年以降では最長となっている。こうした点からも住宅市況は冷え込みが続くものと予想される。また、新築住宅販売件数に関しては、前月から▲16.6%となる59.1万件と9年ぶりの大幅減少を記録した。住宅価格や在庫状況については概ね中古住宅市況と同様の動きが見られている。また、人手不足によって未完工な住宅が増えている点も報告された。なお、5月の結果に関してブルームバーグの事前予想では中古住宅販売件数は前月比▲3.7%の540万件、新築住宅販売件数については、同+0.7%の59万件としている。その他、金融政策関連では22日(水)～23日(木)にかけてパウエルFRB議長が議会証言を実施する。
- 欧州では23日(木)にユーロ圏5月PMI(速報)が発表される。4月総合PMIは54.8と3月の55.8から悪化した。内訳を見ると、製造業が54.6でサービス業は56.1となった。製造業に関しては20年11月の水準にまで落ち込んだ。前月から続いてウクライナ危機の長期化に伴う原材料価格の高騰やサプライチェーンの混乱による供給制約、断続的に過去最高を更新するインフレ動向の影響を受ける格好となっている。一方、サービス業に関しては4か月ぶりの下落となった。業況の改善・悪化の境目となる50を上振れる推移が続くが次第に行動制限措置の緩和がもたらした対面サービス業の業況改善の効果が薄れつつあることが示唆される内容となった。7月以降、ECBはインフレ高進を受けて金融正常化に本格着手することが既定路線である。ユーロ圏経済は米国ほど強固とは言えない中、ECBのスタッフ見通しでは22年の成長率がまとまった幅で引き下げられており、景気へのオーバーキル懸念が伴うこととなる。市場参加者も景況感の悪化には敏感に反応することが予想される。なお、5月の結果につき、ブルームバーグの事前予想では製造業、サービス業をそれぞれ53.7、55.5としている。

	本 邦	海 外
6月17日(金)	・黒田日銀総裁会見	・ユーロ圏5月消費者物価指数(確報) ・米5月設備稼働率
20日(月)	—————	—————
21日(火)	—————	・米5月シカゴ連銀製造業活動指数 ・米5月中古住宅販売件数
22日(水)	・5月工作機械受注(確報) ・参議院選公示 ・日銀金融政策決定会合議事要旨(4月会合分)	・ユーロ圏6月消費者信頼感指数(速報) ・米パウエルFRB議長議会証言(23日まで)
23日(木)	・6月製造業/サービス業PMI(速報) ・5月全国百貨店売上高	・ユーロ圏6月製造業/サービス業PMI(速報) ・ユーロ圏EU首脳会議(24日まで) ・米1～3月期経常収支
24日(金)	・5月全国CPI	・米6月ミシガン大学消費者マインド(確報) ・米5月新築住宅販売件数

【当面の主要行事日程(2022年7月～)】

- 日銀金融政策決定会合(7月20～21日、9月21～22日、10月27～28日)
- ECB政策理事会(7月21日、9月8日、10月27日)
- FOMC(7月26～27日、9月20日～21日、11月1～2日)

3. ECB 緊急政策理事会の読み方～落ち着いたラガルド流～

現実味帯びる「円だけマイナス金利」

為替市場は昨夕のスイス国立銀行（SNB）による+50bp のサプライズ利上げを受けて、世界的な引き締め機運への懸念が高まり、株価が大幅続落している。また、続伸してきたドル/円相場も本日の日銀金融政策決定会合における引き締め期待から円ショート巻き戻しが顕著に入り、一時 131 円台半ばと高値（135.58 円）から 4 円ほど巻き戻された。日銀の挙動を受けた議論は来週以降の本欄で取り扱うが、SNB が動いたことで、既にプラス金利復帰を表明している ECB の存在も合わせ見れば、「円だけマイナス金利」の構図が俄かに浮き彫りになってきたことに俄然注目したい。円に対するショートカバーが落ち着き、日銀の政策運営が固まった上で今一度改めて議論したいと思う。

ECB にとっては危機の定番、市場分断化現象

本日の本欄では FOMC 直前に開催が告知された ECB 緊急政策理事会について整理しておきたい。6 月 15 日、ECB は急遽『Statement after the ad hoc meeting of the ECB Governing Council』と緊急政策理事会の声明を発表した。議題は「域内の市場分断化（market fragmentation）」で、ECB が危機の度に抱える定番の論点である。昨年 12 月に正常化プロセスへ動き始めて以降、ECB は繰り返し市場分断化に対し柔軟な措置を取る意思を表示してきた。もちろん、先週（6 月 9 日）の定例会合でもそうだった。そのため今回の動きは従前の情報発信と一応整合的ではある。だが、1 週間前に定例の政策理事会を開催していることを踏まえると、場当たりの政策運営という印象も抱かれる（この点は後述する）。

市場分断化というフレーズに馴染みの薄い向きもあると思われるので、改めて解説したい。このフレーズは ECB が歴史的に多用してきた経緯がある。加盟国ごとに金融市場の状況が異なるのはユーロ圏の常だが、特に危機時は南欧などの脆弱性がクローズアップされやすくなり、一部加盟国の国債利回りが跳ねやすくなる。ECB の金融政策は 19 種類の金融市場に対して 1 種類しか打てないため、通常の政策対応ではそうした不規則な変動を抑制できない事態に直面することがある。今回の臨時声明文で「金融政策正常化に係る不均一な波及経路（the uneven transmission of the normalisation of our monetary policy）」と表現しているように、既存の政策運営が初期の効果を発揮できない事態も出てくる。

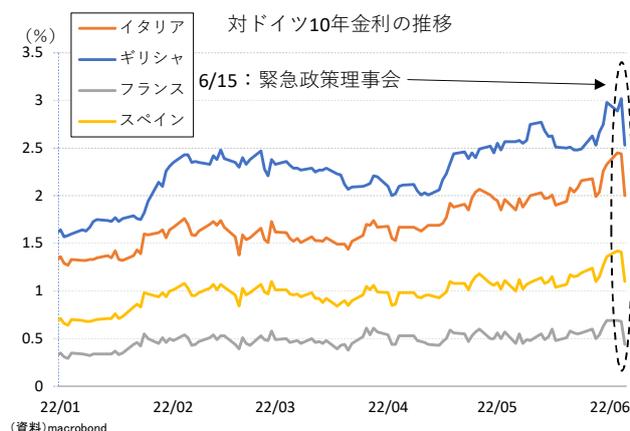
こうした市場分断化と呼ばれる事態は欧州債務危機時、緩和的な政策を打っても南欧諸国の金利が下がらないという局面で頻りに問題視された。ECB にとって最初の資産購入政策は 2010 年 5 月に導入された証券市場プログラム（SMP）だが、これは当時、初期段階にあった欧州債務危機で進んでいた市場分断化に対応するものだった。この SMP がその後、ドラギ元 ECB 総裁の有名な「ユーロを守るためにはなんでもやる（whatever it takes）」スピーチを介し 2012 年 9 月に無制限国債購入プログラム（OMT）へと発展する（SMP は廃止）。ECB がファンダメンタルズから正当化されないと判断した域内金利格差は分断化現象と評価され、特定国の国債に調整（端的には重点的な資産購入）が実施されることになる。

当面、何をするつもりか？

今回の緊急政策理事会もイタリアに象徴される南欧諸国の利回りが顕著に上がっていることに対応する動きである。声明文では具体策は明らかになっていないが、①パンデミック緊急購入プログラム（PEPP）で購入した国債の満期償還に際し再投資は柔軟に行うこと、②市場分断化を抑止するための新しい枠組み（a new anti-fragmentation instrument）の設計作業を関連部署へ支持したこと、が表明されている。

当面は①において再投資資金の多くを南欧諸国へ配分するという措置が想定される。

図示されるように、4月下旬以降、イタリアやギリシャの対ドイツスプレッドは高止まりし、特にこの1週間では顕著に拡大していた。特にECBの念頭にあるのはイタリア国債への対応だろう。6月9日の政策理事会後、イタリア10年国債利回りはまだ欧州債務危機が完全終息を見ていなかった2013年末以来の4%台に乗せている。イタリアに関しては年明け以降の総選挙と、これに付随するポピュリスト政権誕生への懸念が少しずつ大きくなりつつある。類似の話はスペインにも浮上している（同国も来年が総選挙



だ)。もちろん、今のユーロ圏には復興基金があり、ECBもPEPPで大量購入した国債の保有継続というサポートを試みるが、来月以降の大幅利上げに合わせて国債利回りの水準が上がること自体はある程度避けようがない。図示されるように、例えばフランスなどセミア国の利回りは落ち着いていることを踏まえれば、非南欧諸国の国債償還金を南欧諸国へ柔軟に配分するという措置が想定される。しかし、「タダで支援する」というわけにはいかないだろう。いつも通り、財政再建や構造改革にまつわるコンディショナリティ (端的には宿題である) を課さなければドイツを筆頭とする健全国からの理解は得られないはずである。この調整はいつも苦戦する。具体策がまだ出てこない理由もここにあるのではないか。

落ち着かないラガルド流コミュニケーション

ちなみに1週間前(6月9日)の政策理事会でも分断化阻止のため、必要に応じて既存の政策措置を調整する意思があることを強調していた。ラガルド総裁の会見でもそれを認めていた。にもかかわらず、イタリア国債の利回りが急騰したのは定例会合で何の具体策も無かったことへの失望と考えられ、だからこそ焦って緊急会合を開催したのだと思われる。

しかし、今回の緊急政策理事会で明らかになった情報は6月9日時点と殆ど大差の無いものだった。FOMCが75bp利上げするという観測が強まり、その直前に念押しして意思表示しておく必要性を感じたのだろうか。5月23日のブログ騒動同様、「なぜ定例会合で言わないのか」という事案が続いており、ラガルド流コミュニケーションの落ち着きの無さが目立つように思える。最高意思決定機関であるはずの政策理事会の定例開催が軽くなることはいずれ「市場との対話」を難しくしてしまう懸念がある。

市場営業部
チーフマーケット・エコノミスト
唐鎌大輔(TEL:03-3242-7065)
daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。

バックナンバーをご希望の方は以下のサイトからお取り頂くことも可能です

<http://www.mizuuhobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2022年6月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年5月分) FOMCを終えて～円安地合いは固まるばかり～
2022年6月14日	悲慘指数を感じなかった日本人
2022年6月13日	米5月CPIから予見される「円だけマイナス金利」の未来
2022年6月10日	週末版(ECB政策理事会を終えて～利上げ幅拡大も示唆～)
2022年6月9日	黒田発言をどう解釈するか～リフレの終焉と実質GDI～
2022年6月8日	金利が説明力を持ち始めているか～133円台を受けて～
2022年6月7日	要請経済の継続はトリプル安に～参院選と金融市場～
2022年6月6日	ECB政策理事会プレビュー～サプライズがあるとすれば～
2022年6月3日	週末版(旅行収支と円相場の需給～制限ありきではインバウンドの影響なし～)
2022年6月2日	変容しつつあるユーロ圏物価情勢の現状と展望
2022年5月31日	31年連続、「世界最大の対外純資産国」の読み方
2022年5月27日	週末版(ドル/円相場と理論的な尺度について～もはや参考にしづらいPPPからの乖離～)
2022年5月26日	ブログで政策修正を図ったECBの真意～その②～
2022年5月25日	ブログで政策修正を図ったECBの真意
2022年5月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年4月分) 週末版(円安相場は終わりのないか?～先行きは夏場以降の政治次第～)
2022年5月19日	本邦1～3月期GDPを受けて～「成長を諦めた国」～
2022年5月17日	ECB、「行動の夏」が意味するところ
2022年5月16日	円のREERは変動相場制以前の水準へ
2022年5月13日	週末版
2022年5月12日	米4月CPIと今後の考え方について
2022年5月11日	インバウンド解禁と円安抑制の関係性
2022年5月10日	「資産所得倍増プラン」の危うさ～為替・金利への影響～
2022年5月9日	「中銀の財務健全性」と「通貨の信認」について
2022年5月6日	週末版(FOMCを終えて～「50bps→25bps」のプレーキが重要～)
2022年5月2日	円安を止める3つの処方箋～日銀・原発・インバウンド～
2022年4月28日	週末版
2022年4月27日	ECB、7月利上げ説は本当なのか?
2022年4月25日	円安にまつわるQ&A:よくある疑問の論点整理
2022年4月22日	週末版
2022年4月21日	円の命運はまだ自ら変えられる～需給で円安の修正余地～
2022年4月20日	IMF春季世界経済見通し～戦争が変えるメインシナリオ～
2022年4月19日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年3月分) 表舞台に引きずり出された日銀の現状と展望
2022年4月18日	本当に恐ろしい円安リスクは「家計部門の円売り」
2022年4月15日	週末版(ECB政策理事会を終えて～勝負は6月会合に～)
2022年4月14日	「インフレで苦しむ」を想像できない日本
2022年4月13日	円安を止めるには～日本要因と米国要因～
2022年4月11日	ECB政策理事会プレビュー～レーン理事に同調～
2022年4月8日	週末版(本邦2月国際収支統計を受けて～円安の流れを変えられるかは日本次第～)
2022年4月7日	FOMC議事要旨～株値に対し非常に厳しい内容～
2022年4月6日	「日本売り」を認められない論陣をどう評価するか
2022年4月5日	過去最低を更新したドル比率～世界の外貨準備運用～
2022年4月1日	週末版(細る対内証券投資～今後も嫌われそうな日本市場そして円～)
2022年3月30日	日銀とトルコ中銀の類似性～ルールにも負ける円～
2022年3月28日	円安のメリット・デメリット～優勝劣敗の徹底～
2022年3月25日	週末版
2022年3月22日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年2月分) 「貿易黒字の消滅」から「貿易赤字の定着」へ
2022年3月18日	週末版(GDPデフレーターに注目すべき局面～「デフレの原因はインフレ」という理解～)
2022年3月17日	FOMCを終えて～短期決戦型の利上げ。効果は24年以降～
2022年3月15日	円安相場の考え方～「三步進んで二歩下がる」～
2022年3月14日	3つの円安要因～「成熟した債権国」が終わる時～
2022年3月11日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「戦下の正常化」に着手～)
2022年3月9日	経常赤字は新常态なのか?～「債権取り崩し国」へ～
2022年3月8日	賃金上昇が遅れるユーロ圏、「嵐の前の静けさ」か?
2022年3月4日	週末版
2022年3月3日	ロシアのデフォルトはシステミックリスクになるのか?
2022年3月2日	ECB政策理事会プレビュー～安全通貨としてのユーロ～
2022年3月1日	日銀のロシア中銀取引禁止について～保有資産の実態～
2022年2月28日	SWIFT遮断にまつわる論点整理～7つのQ&A～
2022年2月25日	週末版
2022年2月24日	年初来の為替市場総括～円キャリー取引復活の兆候?～
2022年2月22日	孤立する日本株市場～「新しい資本主義」の誤解?～
2022年2月21日	ECB利上げの有無について～非公式政策理事会を前に～
2022年2月18日	週末版(「50年ぶりの円安」が意味するもの～「経済より命」路線の結末～)
2022年2月17日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年1月分) 円相場の構造変化～変わる基礎収支の姿～
2022年2月16日	ラガルド講演を受けて～認める金融政策の無効性～
2022年2月15日	本邦10～12月期GDPを受けて～依然大きな内外格差～
2022年2月14日	「開始前から終盤」の様相を呈するFRBの正常化プロセス
2022年2月10日	週末版(ウクライナ問題～ドイツの自衛行為は止まらないのか～)
2022年2月8日	為替は金利の代わりに政治へアラームを鳴らすか?
2022年2月7日	米1月雇用統計～労働参加率上昇にも注目すべき～
2022年2月4日	週末版(ECB政策理事会を終えて～利上げは最速7月か?～)
2022年2月2日	沈む円相場の全体感と日本の現状
2022年2月1日	オーバーキル懸念が色濃くなる米国経済
2022年1月28日	週末版
2022年1月27日	FOMCを終えて～いつまで株値を無視できるか～
2022年1月26日	IMF見直し改定について～リスク満載の世界経済～
2022年1月25日	孤立感が強まるドイツ～シオルツ政権の迷走～
2022年1月24日	夜明けは近いのか、遠いのか～鳴かないカナリア～
2022年1月21日	週末版(インフレに変化を強いられそうなECBの政策姿勢～ドイツ10年金利は約3年ぶりにプラス圏へ～)
2022年1月20日	米実質金利上昇とドル相場への影響
2022年1月19日	日銀金融政策決定会合～「悪い円安」をどう処理するか～
2022年1月18日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年12月分) 続きそうな「日本回避」～「市場の声」は届くのか～
2022年1月17日	既に漂うオーバーキル懸念～「最後のテーマ」は?～